

「金利效果의 構造的 分析」: 應答

朴 元 巖

*

金利調整은 傳統的으로 中央銀行의 主要政策手段이었으니만큼 餘他 政策手段과 마찬가지로 그 效果에 대해 많은 論難이 있어 왔다. 종종 理論과 現實은 커다란 乖離를 보였으며 특히 開發途上國에서는 통념적으로 받아들여진 理論이 開發國自體의 諸般與件으로 理論의 기본이 흔들리기 십상이다.

어떠한 經濟歪曲은 통념적으로 타당한 結論을 뒤집어 놓으며 이러한 經濟歪曲을 무시한 채 理論的으로 타당한 政策을 수행하면 엉뚱한 結果만을 초래하게 된다. 어떠한 經濟歪曲 또는 開發國의 특수한 經濟構造를 가정하고 이로부터 論議를 전개하는 部類의 사람들을 ‘構造論者’라고 부르며 본인이 『韓國開發研究』1985年 가을號에 寄稿한 「金利效果의 構造的 分析」도 이러한 맥락에서 우리나라 金融市場의 특

殊與件을 構造的으로 分析하고 이로부터 ‘正統的’ 經濟政策의 ‘非正統的’인 效果를 밝혀 보려고 하였다. 그러나 이는 ‘正統的’ 經濟政策을 ‘非正統的’으로 수행하여야만 ‘正統的’인 效果를 거둘 수 있음을 주장하려 함이 아니라 오히려 ‘非正統的’ 效果가 잉태되는 現實을 직시하고 이를 초래하는 經濟歪曲 또는 經濟構造를 發展的으로 解體 또는 改善시키고자 함에 목적이 있었다.

본인의 拙稿에 대하여 李性輝 教授는 여러 가지로 자세한 論評을 하여 주었으므로 이에 대하여 應答하려고 한다. 먼저 李性輝 教授의 論評은 다음과 같이 크게 네 가지로 정리될 수 있다.

첫째, 論文構成上의 問題이다. 拙稿의 第V章 金利引上의 政策시뮬레이션은 第III章과 第IV章의 理論的 論議에 대한 완전한 實證分析이 될 수 없다.

둘째, 第III章의 理論模型의 主要假定, 즉 Lewis 型의 無制限勞動供給의 假定, Harrod-Domar流의 生産函數, Cambridge型의 貯蓄函

數, 閉鎖經濟의 假定은 너무나 단순하거나 韓國經濟의 實情과는 거리가 멀다.

세째, 第Ⅱ章의 相關係數를 이용한 資料分析으로 기본적 시각을 정립할 수 없다.

네째, 通貨를 內生變數로 보고 있다.

이상을 다시 두 가지로 정리한다면 論文의 構成이나 展開가 순조롭지 못하며 通貨를 內生化할 수만은 없다는 것이다.

이상의 論評은 本人의 拙稿가 하나의 理論模型에서 출발하여 實證分析까지 포괄하는 보다 완전한 論文이 되지 못했음을 지적하고 있으므로, 本人은 準備中인 다른 論文을 통하여 不動產市場을 포함하는 實證分析結果를 제시하려 한다. 또한 本論評은 本人이 拙稿에서 의도했던 바를 분명히 하지 못했음에 연유하는 바가 크다고 보고, 다음에서는 네 가지 論評에 대하여 筆者가 의도했던 바를 다시 정리하여 應答하려고 한다.

첫째, 拙稿의 第Ⅴ章은 論評者가 지적하고 있듯이 第Ⅲ, Ⅳ章의 理論模型에 대한 實證分析이 아님을 새삼 강조하고자 한다. 第Ⅴ章의 冒頭에서 밝혔거나 既發表된 韓國銀行模型 및 餘他 模型의 金利政策시뮬레이션結果가 이미 McKinnon과 Shaw의 結論과 배치되고 있음을 지적하고 公金利效果의 論議時 이를 고려할 것을 강조하였다. 金利引上論者들은 흔히 金融仲介理論에 동조하여 나름대로 政策建議를 하나 그들의 主張은 巨視經濟模型을 통하여 立證되지 않았거나 또는 巨視經濟模型 作成過程에서 그들의 見解가 반영되지 않고 있다는 사실을 보여주려 할 뿐이었다.

본인이 第Ⅲ, Ⅳ章의 模型 및 分析結果를 바로 實證分析에 연결시키지 못한 것은 不動產價格에 대한 精確한 資料를 입수하지 못하였고

投機活動의 計量化가 어려웠기 때문이다. 그러나 요즘 換率의 投機的 變動에 관한 實證分析이 활발하고 本人도 어느 정도 精確한 不動產價格資料를 입수하였으므로 이를 바탕으로 새로운 論文을 마련하고 있다.

둘째, 模型의 主要假定이 너무 단순화되어 韓國經濟의 實情과는 거리가 멀 수도 있으나 金融市場의 資金循環으로 金利效果를 살펴보는 拙稿의 目的에 비추어 보면, 主要假定이 그렇게 단순화되거나 韓國經濟의 實情을 무시한 것 같지는 않다. Lewis型의 無制限勞動供給의 假定, Harrod-Domar流의 生産函數는 經濟現實과 동떨어졌다고 論할 수 있으나 實質賃金を 변화시키거나 勞動과 資本間의 代替關係를 인정함에 따라 模型에 가해지는 복잡성을 고려할 때 賃金과 勞動·資本間 代替關係에 관한 假定緩和은 論議進行에 크게 도움을 주지 못하였다. 아울러 金融仲介理論에 치우쳐서 金利效果를 논의하는 Kapur(1976)와 Mathieson(1980)의 論文이 Harrod-Domar流의 生産函數를 가정하고 있으므로 동일한 가정하에서 어떻게 다른 결론을 얻을 수 있는가를 보이려고 實物部門에 대해서는 매우 단순한 가정을 하게 되었다.

Cambridge型의 貯蓄函數는 바로 貯蓄의 利率彈力性이 陰의 부호를 보이게 하는 가장 직접적인 가정이었으나 拙稿에서 언급했듯이 Cambridge型 貯蓄函數는 「페트만」效果를 도입시키는 「必要條件」은 아니며 다만 金利引上의 金融費用效果 내지 供給抑制機能을 트일 수 있는 하나의 貯蓄函數形態에 지나지 않는다. 論議의 要諦는 「페트만」效果에 있지 Cambridge型 貯蓄函數에 있지 않다.

마지막으로 McKinnon-Shaw流의 金利效果

論議는 基本的으로 閉鎖經濟를 가정하고 있으며 開放經濟를 가정하더라도 國內金融市場에 관한 假定이 변화하지 않는 한 閉鎖經濟의 경우와 유사한 결론을 얻는다¹⁾. 關鍵은 國內金融市場 및 貯蓄에 대한 견해 차이에 있으므로 開放經濟의 가정하에서 발생하는 복잡성을 피하기 위해서 論議를 閉鎖經濟로 局限시켰다.

세째, 第Ⅱ章에서는 과거 15년간 主要經濟變數變動의 圖表化 및 相關關係分析 등, 더욱도 간단한 統計資料分析으로 金利效果에 관한 이해를 돕도록 하고 問題를 제기하는 데 그쳤을 뿐, 이로부터 어떤 基本的 시각을 정립하려고 하지는 않았다. 筆者가 주장하듯 金利引上의 效果를 導出하기 위해서는 “모름지기 그 效果를 導出하는 理論的 模型이 마련되어야” (拙稿 p.20) 하겠기에 第Ⅲ章의 模型을 구축하기에 이르렀다.

네째, 우리나라뿐만 아니라 先進國에서조차 通貨의 外生性이나 內生性에 관한 명확한 판단을 내리지 못하고 있으며 이는 바로 通貨論爭으로 연결되고 있다. 政策當局이 오랫동안 通貨量을 政策變數로 보고 이를 조절하여 물가상승을 억제하려 하더라도 通貨增加率이 政策目標에 어긋난 경우가 많았으며 年間目標自體도 景氣推移를 보아가며 수정되곤 하였다. 즉 外生的 目標達成을 저해하는 內生的 要因이 常存하고 있는 한 通貨는 內生的이게 마련이다. 특히 論文에서 金利變化에 따른 銀行貯蓄과 私債資金間의 代替關係를 증시하고 있음을 감안할 때 總通貨는 內生變數가 되지 않을

수 없으며 이 경우 通貨의 外生性問題는 通貨概念의 올바른 定義問題와 직결된다.

한편 拙稿에서는 本源通貨增加率(σ)이 式(23)에서 外生化되어 있음을 간과하지 말아야 한다. 通常的 通貨概念인 總通貨는 資産間 代替效果로 內生的이라고 하더라도 中央銀行의 本源通貨 發行은 外生化되어 있는 것이다. 하여튼 通貨의 外生性問題는 因果關係檢證(causality test)과 관련지어 별도로 論議되어야 할 부분이다.

이상 네 가지 論評 外에도 公金利引上으로 오히려 資金이 不動產市場으로 逆流할 수 있다는 見解가 一般的 見解와 상당히 다름을 지적하고 있는데 이 점이야말로 진정한 不動產의 역할로서 強調되어야 할 사항임을 다시 밝히려고 한다.

第Ⅰ章에서 언급했듯이 “金融仲介理論에 치우친 論文들은 金融市場을 單一化하여 오직 預金 및 貸出市場만이 존재한다고 보고 이에 대응하는 非金融市場으로 「인플레이 헤지」市場을 상정하고 있다. 따라서 預金金利가 오르면 暗黙的으로 非金融市場의 非生産的인 資金이 銀行圈으로 流入”(拙稿 p.16)되는 ‘第1次的 效果’만 고려할 뿐 私金融市場을 고려하지 않고 있으나 公金利引上時 公·私金融間 代替效果로 物價가 上昇하거나 不動產의 實質價値를 일정하게 유지시키려는 不動產市場의 屬性 또는 不動產市場의 實質價値가 一定하다는 一片的(ad hoc)인 靜態分析의 假定으로 不動產價格이 上昇함으로써 즉시 資金이 銀行圈으로부터 流出되는 ‘第2次的 效果’를 동시에 생각하여야 한다. ■

1) D. Mathieson, “Financial Reform and Capital Inflows in a Developing Economy,” *IMF Staff Papers*, September 1979.